

信用等级公告

联合[2015]071号

北京顺鑫农业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行评级，确定：

北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京顺鑫农业股份有限公司拟发行的 2015 年不超过 20 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师： 徐海波

二零一五年五月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京顺鑫农业股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元（分期发行，其中第一期不低于 10 亿元）

债券期限：不超过 10 年

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2015 年 5 月 11 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	124.80	137.89	155.43
所有者权益(亿元)	29.86	31.76	51.85
长期债务(亿元)	8.96	13.99	22.45
全部债务(亿元)	74.88	85.00	83.65
营业收入(亿元)	83.42	90.72	94.81
净利润(亿元)	1.31	2.05	3.65
EBITDA(亿元)	5.80	6.32	9.35
经营性净现金流(亿元)	-2.83	7.44	2.94
营业利润率(%)	20.29	21.74	22.94
净资产收益率(%)	4.37	6.64	8.72
资产负债率(%)	76.07	76.96	66.64
全部债务资本化比率(%)	71.49	72.80	61.73
流动比率	1.13	1.02	1.32
EBITDA 全部债务比	0.08	0.07	0.11
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	3.87	5.13
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.29	0.32	0.47

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

徐海波

电话：010-85172818

邮箱：xuhb@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）的评级反映了公司作为国家农业产业化重点龙头企业，在外部发展环境、品牌影响力、产业链布局、多元化经营以及区域市场竞争等方面的优势。近年来，公司资产规模不断扩大，营业收入稳步增长，净利润增长较快。同时，联合评级也关注到目前猪肉价格低迷、房地产市场不景气和白酒行业产能过剩等因素可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

未来公司在白酒和肉食品加工领域的竞争优势仍将得以保持；公司白酒业务有望在产品结构调整和外埠市场拓展方面取得进步；公司将逐步收缩房地产业务，房地产业务风险较小。综上，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综合来看，本次公司债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 公司在白酒制造方面已形成较大规模，生产技术水平先进，销量良好。公司旗下牛栏山酒厂是北京地区自主酿造规模最大的白酒生产企业，牛栏山二锅头具有较强的品牌优势，对公司整体的收入和利润贡献较大。公司白酒业务的的增长有利于公司分散经营风险，保持盈利稳定较快增长。

2. 公司是国家农业产业化重点龙头企业，也是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，拥有完整的生猪养殖、屠宰和加工的产业链，生猪屠宰量和猪肉的市场份额均居北京市首位，市场份额超过 40%。

3. 北京市人口密集，近年来经济发展态势良好，市场前景广阔，为公司发展提供了良好的外部环境。

4. 公司于 2014 年 5 月非公开发行股票净

募集资金 17.02 亿元投资新建项目，预计募投资项目建成投产后，公司的行业竞争优势和盈利能力会进一步增强。

关注

1. 作为公司的主营业务之一，生猪养殖受自然灾害、疫病、食品安全、原材料价格、生猪价格、产业政策等外部突发因素影响较大，给公司的盈利能力带来一定的不确定性。

2. 目前白酒行业产能过剩情况比较严重，在行业整体销量增速放缓的情况下，行业竞争会愈演愈烈。此外，公司牛栏山白酒的外埠市场开拓程度和产品结构优化升级的效果值得关注。

3. 2014 年末，公司的存货为 738,351.77 万元，占流动资产的比例为 69.10%，其中房地产业务相关的开发产品和开发成本合计占比约 67%。公司存货规模较大，存在一定的流动性风险及减值风险。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京顺鑫农业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京顺鑫农业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京顺鑫农业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

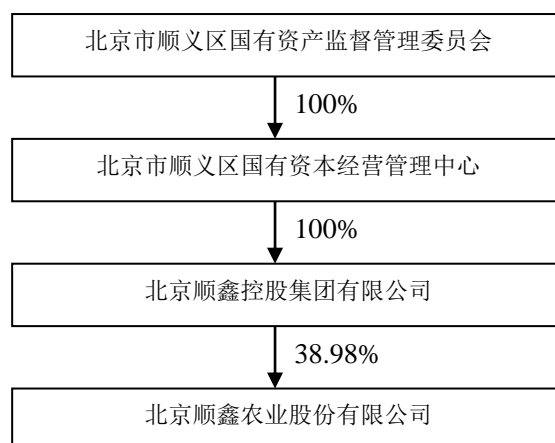
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京顺鑫农业股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

北京顺鑫农业股份有限公司 2014 年公司债信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）是经北京市人民政府京政函[1998]33号文批准，由北京顺鑫农业发展集团有限公司（原名北京市泰丰现代农业发展中心，以下简称“顺鑫集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。成立时公司总股本为28,000万元，其中顺鑫集团以其经评估后的部分经营性净资产31,390万元投入公司，按66.90%的折股率折为国有法人股21,000万股，占总股本的75%；公开发行社会公众股7,000万股，占总股本的25%。公司于1998年9月21日正式成立，并于1998年11月4日在深交所挂牌上市（股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860”）。2005年11月，公司完成股权分置改革。2007年9月12日，公司非公开发行股票4,080万股。2014年5月，公司非公开发行股票13,205万股。2014年12月25日，顺鑫集团名称由“北京顺鑫农业发展（集团）有限公司”变更为“北京顺鑫控股集团有限公司”（以下简称“顺鑫控股”）。截至2014年末，公司总股本57,059万股，公司控股股东为顺鑫控股，持股比例38.98%，实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

图1 截至2014年末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司所属行业性质为农业，经营范围包括许可经营项目和一般经营项目。

许可经营项目：粮食作物、经济作物、蔬菜、花卉、园艺作物、水果加工；肉类、肉制品及副产品加工与销售；种畜产品、农作物种子、蔬菜种子繁育与销售；白酒、速冻食品、配制酒、蒸馏酒、发酵酒制造与销售；销售定型包装食品、食用油、酒、饮料；以下项目仅限分公司经营：水产品、豆制品、蛋品加工与销售；米面制品、方便面及其他方便食品、糕点、面包、调味品、调味料（半固态）、罐头（其他罐头）制造与销售；货物专项运输（冷藏保鲜）；普通货物运输。

一般经营项目：粮食作物、经济作物、蔬菜、花卉、园艺作物、水果种植与销售；畜禽养殖；淡水养殖；技术开发、技术服务、信息咨询；物流综合业务；销售粮食、百货、机械电器设备、建筑材料、饲料、种苗、农药（不含危险化学品）、代理进出口、化肥；货物进出口、技术进出口、国际货运代理；粮食收购；出租办公用房；仓储服务。

截至2014年底，公司下设审计监察部、经理办公室、安全生产部、人力资源部、节能和环保部等14个职能部门；公司纳入合并范围的控股子公司16家；拥有在职员工6,710人。

截至2014年底，公司合并资产总额1,554,309.66万元，负债总额1,035,778.91万元，所有者权益（含少数股东权益）518,530.74万元。2014年公司实现合并营业收入948,066.41万元，净利润（含少数股东损益）36,475.26万元。经营活动产生的现金流量净额29,390.97万元，现金及现金等价物净增加额75,035.27万元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街1号院1号楼顺鑫国际商务中心12层；法定代表人：王泽。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次拟发行的债券名称为“北京顺鑫农业股份有限公司2015年公司债券”。2014年7月29日，公司召开第六届董事会第十一次会议，审议通过了公司公开发行票面本金总额不超过20亿元人民币公司债券的相关议案，并提交公司2014年度第二次临时股东大会审议批准。2014年8月19日，公司召开2014年度第二次临时股东大会，审议及批准公司公开发行票面本金总额不超过20亿元人民币公司债券的相关议案。

本次债券的发行总规模为不超过20亿元，采用分期发行方式，其中第一期发行规模不低于10亿元。本次债券期限不超过10年（含10年）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。还本付息将按照债券登记机构的有关规定来统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。本次公司债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

在符合相关法律法规的前提下，本次公司债券的募集资金将用于补充公司流动资金和调整债务结构。

三、行业分析

公司属于农业类上市公司，主营业务包括白酒制造业、肉类加工业、建筑工程业和房地产业。

（一）白酒制造业

1. 行业概况

白酒为中国特有的一种蒸馏酒，是世界八大蒸馏酒之一，由淀粉或糖质原料制成酒醅或发酵后经蒸馏而得，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒酒质无色（或微黄）透明，气味芳香纯正，入口绵甜爽净，酒精含量较高，经贮存老熟后，具有以酯类为主体的复合香味。白酒泛指以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质（糖质）原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑而酿制而成的各类酒。

按香型分类，目前中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率为60%-70%，清香型白酒市场占有率为10%左右，酱香型白酒占比10%左右，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。虽然目前浓香型是白酒消费的主流，但白酒市场消费结构正逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”转化的

特点，这种口味的变化将有利于清香型白酒市场份额的进一步增长。清香型白酒是中国传统四大香型白酒之一，具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，在中国具有广泛和深厚的群众基础。目前市场上的清香型白酒包括汾酒、红星、牛栏山、衡水老白干、丰宝酒等知名品牌。

从 2003 年开始，我国白酒行业进入了建国以来增速最快的“黄金十年”，白酒行业总产量和销售收入分别保持了近 13.3%和 23.4%的年均增长速度。2007~2012 年白酒产量年均复合增长率为 18.48%。2012 年，白酒产量 1,153.16 万千升，同比增长 12.44%。2007~2012 年白酒销量年均复合增长 18.48%，2012 年白酒销量达 1,126.70 万千升，同比增长 10.27%，实现销售收入 4,466 亿元，同比增长 26.82%，实现行业利润总额 819 亿元，同比增长 48.52%。2007~2012 年，白酒行业的毛利率处于 25%~38%区间，2012 年行业整体毛利率为 38.13%，为历年来最高值。可以看出，作为白酒的生产和消费大国，截至到 2012 年底，中国白酒的产量和销量一直快速增长，行业毛利率高且稳定，白酒企业盈利能力很强。

2013 年，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件影响，白酒行业整体销量增速放缓。当年中国白酒的产量和销量分别为 1,226.20 万千升和 1,166.20 万千升，同比增长 6.33%和 3.51%，增速同比上年分别下降 6.11 和 6.76 个百分点。

2014 年，中国白酒产量为 1,257.13 万千升，同比增长 2.52%，销量 1,202.60 万千升，同比增长 3.12%，行业整体景气程度继续下行。

总体看，2013 年以前的十年，是我国白酒行业发展的“黄金十年”。2013 年以来，受中央政策和宏观经济下行影响，白酒行业进入了行业调整期和结构调整期，高端白酒销量明显下滑，价格松动，但中低档白酒基本不受影响，有望成为未来白酒行业新的增长点。

2.行业竞争

进出壁垒

白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。

中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛还是很低的。白酒行业的进入门槛低，加上过去十年的高毛利率，导致了各路资本纷纷进入白酒行业。白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。截至 2014 年 5 月底，全国规模以上白酒生产企业就有 1,484 家，小企业的数量更是远远超过了上述数字。

目前，国内规模以上白酒生产企业工序较长且比较复杂，需要配备灌装、勾调等生产线，需要专门的研发设备和酒窖，这使得白酒企业的专用设备较多，企业的退出成本较高。

行业集中度

我们选取了上市公司中前十名白酒上市企业进行白酒行业市场占有率的分析。

表 1 2013 年白酒行业市场占有分析

企业名称	2013 年销售额 (亿元)	市场占有率
贵州茅台	310.71	6.19%
五粮液	247.19	4.93%
洋河股份	150.24	2.99%
泸州老窖	104.31	2.08%
山西汾酒	60.87	1.21%
古井贡酒	45.81	0.91%
今世缘	25.15	0.50%
金种子酒	20.81	0.41%
老白干酒	18.03	0.36%
伊力特	17.53	0.35%
前 10 位合计	1,000.65	19.94%
行业共计	5,018.01	100%

数据来源: Wind资讯

从表 1 可以看出, 贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 11% 左右, 而前十名白酒企业的市场占有率也仅在 20% 左右, 可以认为白酒行业近似于是完全竞争行业, 没有任何一家单独的企业对行业具有控制权。由于白酒行业的进入壁垒较低、行业集中度较低和退出壁垒较高, 一旦行业整体的销量放缓, 那么行业内现有的竞争就会变得非常激烈。此时, 除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外, 大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争。而价格竞争会降低毛利率, 不利于行业盈利能力的提高。

总体看, 白酒行业目前的主要问题是产能过剩和行业集中度不高, 从而导致中低档白酒的竞争激烈。随着 2013 年以来白酒行业逐渐进入行业调整期, 产能过剩的状况有望通过小的白酒企业退出得以缓解, 行业内的兼并收购也会使得行业集中度在未来上升, 白酒行业的未来盈利能力仍较为可观。

3. 行业政策

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录 (2011 年本)》 (国家发改委令第 9 号), 延续了《产业结构调整指导目录 (2005 年本)》 (国家发改委令 40 号) 中的规定, 将“白酒生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》 (国发[2005]40 号), 对此类项目, 国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求, 遵循优胜劣汰的原则, 实行分类指导, 允许企业在一定期限内采取措施改造升级, 金融机构按信贷原则继续给予支持。

商务部《酒类流通管理办法》 (商务部 2005 年第 25 号令) 自 2006 年 1 月起施行。该管理办法规定包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度: 酒类经营者按属地管理原则, 填报《酒类流通备案登记表》, 向登记注册地工商行政管理部门的同级商务主管部门办理备案登记; 酒类经营者在批发酒类商品时应填制《酒类流通随附单》, 在酒类流通的全过程实现单随货走、单货相符, 以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。《酒类流通管理办法》同时规定酒类经营者不得向未成年人销售酒类商品, 并应当在经营场所显著位置予以明示。

国家税务总局发布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》 (国税函[2009]380 号) 及附件《白酒消费税最低计税价格核定管理办法 (试行)》, 规定自 2009 年 8 月 1 日起, 白酒生产企业销售给

销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格高于销售单位对外销售价格 70%（含 70%）以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格。对设立销售单位的白酒生产企业销售给销售单位的白酒中，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下、年销售额 1,000 万元以上的品种，由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定消费税最低计税价格。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。已核定最低计税价格的白酒，生产企业实际销售价格高于消费税最低计税价格的，按实际销售价格申报纳税；实际销售价格低于消费税最低计税价格的，按最低计税价格申报纳税。已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20%（含）以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

2012 年 7 月 13 日，财政部和国家税务总局联合颁布的《关于〈中华人民共和国消费税暂行条例实施细则〉有关条款解释的通知》（财法[2012]8 号）对《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》第七条第二款“委托加工的应税消费品直接出售的，不再缴纳消费税”进行了解释：委托方将收回的应税消费品，以不高于受托方的计税价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税；委托方以高于受托方的计税价格出售的，不属于直接出售，需按照规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代收代缴的消费税。

2013 年 11 月，中华人民共和国商务部 2013 年 21 号公告颁布了《酒类行业流通服务规范》，《规范》规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。

2013 年 12 月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，《通知》要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督监管，严厉打击违法违规行为。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险。

4. 行业关注

产能过剩

根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》的目标，2015 年全国白酒总产量要达到 960 万千升，但 2011 年，白酒业的产量就高达 1,025.55 万千升，提前超额完成了“960 万千升”这一目标。

根据目前主要产区和企业的产能规划速度，按最保守的估计，如果 2015 年全国白酒产量较 2011 年（1,025.55 万千升）增长 1 倍，即达到约 2,050 万千升，按照 1 瓶酒 500 毫升换算，就是 410 亿瓶白酒，再按照约 4 亿的白酒消费群体计算，则每人每年需消化约 103 瓶白酒，也就是不到 4 天就要喝一瓶，这几乎是不可能的。

假设白酒行业产能过剩进一步严重，而消费需求不能大幅增长，那么未来白酒行业面临的将是销量下滑，销量下滑引发的价格战导致价格下降，销量下滑和价格下降会导致经销商进货意愿下降，酒企库存压力会增大，库存压力增大也会增加销售费用。

行业分化

在可以预见的未来数年，受中央反腐败、反“三公”消费和军队“禁酒令”的影响，高端白

酒的销量仍难以明显回升。而中端白酒由于产品价位适中、消费群体稳定、受宏观经济和政策影响小等原因，将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。面对这种局面，一方面是高端白酒厂家调整产品结构、通过推出中端产品来满足市场的需求，另一方面是居民可支配收入增加带来的消费升级，地方名酒企业均努力实现从自身低档白酒向中端白酒的转型优化升级，使得未来中端白酒的竞争程度将最为激烈。

替代品的威胁

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能会给白酒行业的发展带来长远的阻力。80后、90后的消费者对白酒的依赖程度远不如他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

5.未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请的刚性支出。尽管目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，随着“十二五”期间“居民收入倍增计划”的实施、个人可支配收入的大幅增长，白酒行业的发展前景依然光明，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

未来3~5年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组期将会有效的提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。但在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小企业的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。

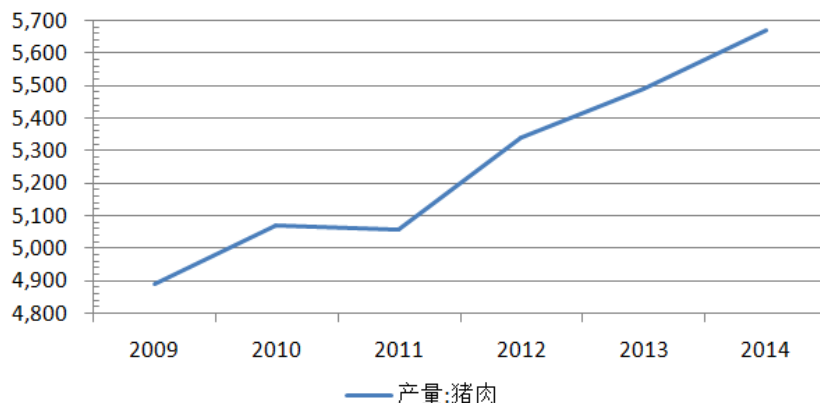
（二）生猪养殖业

1.行业概况

猪肉是我国的第一大消费肉类，我国居民的猪肉消费占肉类消费的比重一直维持在60%以上，明显高于世界猪肉消费占比40%的平均水平，因此我国居民的消费习惯决定了猪肉的重要地位。近十年来，随着我国人口的增长、居民生活水平的提升，猪肉的需求量逐步增加，猪肉的产量也随之增长。2014年，我国猪肉产量5,671万吨，较2004年4,701.61万吨增加明显，年均增长率达1.89%。

2009-2014年，中国猪肉产量整体呈上行趋势。2011年，猪肉产量出现下降，主要是受食品安全的负面消息影响，消费者对肉类产品信心下降。2011年-2014年猪肉产量均有一定程度的增加(图2)。

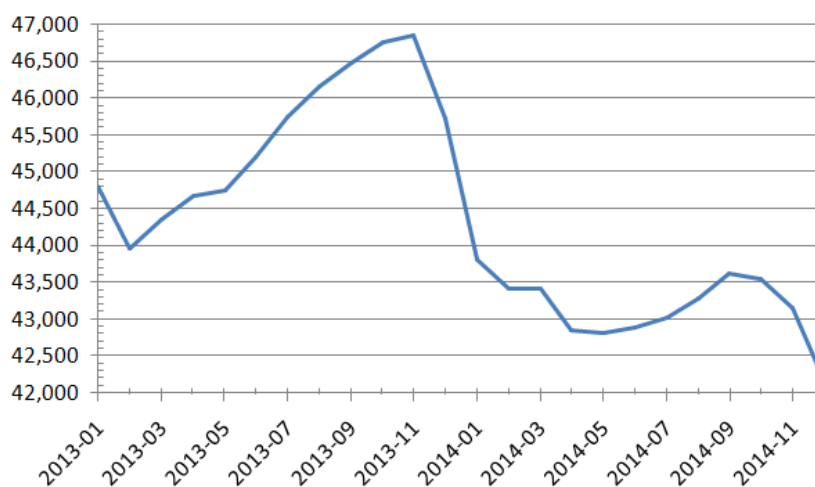
图2 我国猪肉产量变化 单位：万吨（胴体当量）



资料来源：wind 资讯

2013 年生猪市场较为低迷，但年初以来生猪存栏量一直增长，且居高不下，使得 2013 年的生猪价格进一步下跌，养殖户亏损加大，许多养殖户无法承受亏损，纷纷退出。养殖户的集中抛售，导致 2013 年年末开始生猪存栏量快速下降。2013 年以来我国生猪存栏量变化情况见图 3。2014 年 7-9 月，生猪存栏量有所反弹，但整体仍呈下行趋势。

图3 我国生猪存栏量变化（单位：万头）



资料来源：Wind 资讯

2. 行业竞争

生猪养殖主要包括散养和规模养殖两种方式，长期以来我国的生猪养殖都以散养为主，目前规模化养殖虽有一定进展，但生产集中度仍然很低。规模养殖主要包括“公司+农户”和公司自养两种模式。对生猪养殖行业而言，未来的竞争更多地取决于模式之争。

“公司+农户”和公司自养的最大区别是生猪养殖环节是由外部农户完成还是由公司自己完成。在促进我国生猪养殖规模化发展的进程中，“公司+农户”与公司自养这两类模式都能较好地发挥规模养殖企业保障生猪供给稳定、稳定生猪生产市场的作用，但两者也分别具有各自不同的优势：“公司+农户”模式，资金占用相对较小、规模易扩大；公司自养模式，在生猪品质控制、食品安全保障、疾病防控及生产效率等方面具有较大优势。

我国较大规模的生猪养殖企业主要包括广东温氏食品集团有限公司、罗牛山股份有限公司、雏鹰农牧集团股份有限公司、湖南新五丰股份有限公司、北京顺鑫农业股份有限公司、湖南大康牧业股份有限公司、牧原食品股份有限公司等。其中顺鑫农业的生猪屠宰量和猪肉的市场份额均居北京市首位（市场份额约占40%以上），是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，在北京及周边地区具有非常强的竞争优势。

3. 上下游情况

（1）原料供应

生猪饲料的主要原料是玉米、豆粕、麸皮等，其中玉米占60%~70%，玉米价格成为主导生猪价格的因素。当玉米等原料价格变动时，生猪价格也会相应地变动，但玉米对生猪生产的影响具有滞后性。

（2）需求情况

目前影响国内猪肉需求的因素主要有两点：收入水平的提高和替代品的价格。从收入增长方面看，居民收入提高会增加对猪肉的消费需求，最终推动猪肉价格上升。1985年我国人均猪肉年消费量为16.6kg，进入90年代，猪肉消费一直保持在人均20kg左右，2010年达到人均38.5kg，二十年内几乎翻了一番。随着收入的提高，不同收入水平的人群会对猪肉消费作出不同反应，高收入人群对猪肉消费量的增加程度最弱，中等收入家庭次之，而低收入家庭对猪肉消费量的增加程度最大。

替代品的价格方面，牛羊肉、禽类、水产品等动物食品在消费结构中的占比也有所提升。猪肉替代品的价格波动将会影响到猪肉的消费，进而影响到生猪价格的波动。因此，猪肉替代品价格升高时，猪肉需求增加，拉动猪肉价格上升；反之，猪肉价格下跌。

长期以来，在我国居民的肉类生产消费结构中，猪肉一直占据主导地位。尽管我国牛羊肉和禽肉产量和消费量迅速提高，使得猪肉产量和消费量的相对份额出现下降，但猪肉消费的主导性地位仍未发生变化。

（3）价格走势

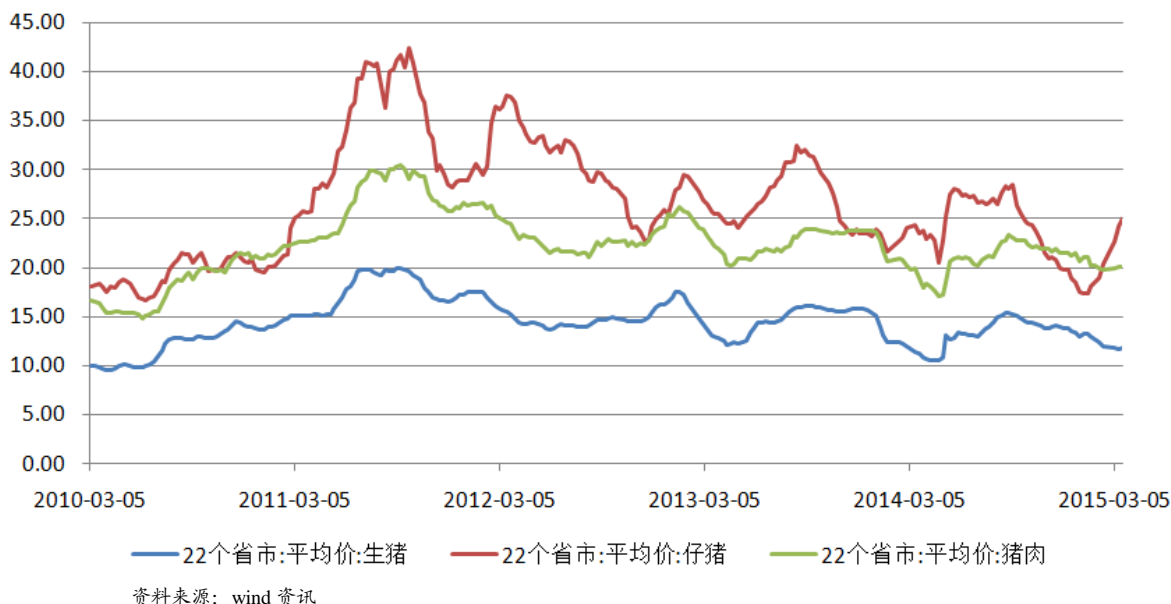
猪肉价格波动具有很明显的周期性，业内通常称之为“猪周期”。“猪周期”通常持续2~3年，表现为猪肉价格上涨——母猪存栏量增加——生猪供应增加——猪肉价格下跌——母猪存栏量下降——生猪供应减少——猪肉价格上涨。猪周期可以用蛛网模型来描述，其产生的根本原因是信息不对称导致价格信号指导生产具有滞后性，直接表现为养殖户根据当前的猪肉价格高低来安排下一期母猪存栏量，而生猪的生产一般需要5~6个月，周期较长，当生猪集中上市的时候，猪肉价格就很容易下跌。当然，除了养殖户“适应性”生产之外，养猪产业规模化程度低、疫病多发也是猪周期的重要原因。

影响猪肉价格的因素众多，如供求关系、上游饲料价格、疫病、国家对能繁母猪和仔猪的补贴政策、季节、居民饮食习惯等，但最核心的是猪肉的供求关系。如果不考虑猪肉消费的淡旺季因素，那么决定猪肉价格的最关键力量是能繁母猪存栏量和生猪存栏量的变化。因此，猪肉价格的领先指标可以观察能繁母猪存栏量和生猪存栏量的变化。

从历史来看，仔猪价格、生猪价格和猪肉价格联动明显，呈现同涨同跌态势。2011年上半年猪市持续低迷，养殖户出现亏损，生猪存栏减少，下半年生猪价格大幅上涨，养殖户盲目无序的扩大饲养规模，存栏增加，市场出现供大于需的局面，导致2012年销售价格下降，2013年生猪市

场较为低迷，但生猪存栏量一直增长，且居高不下，使得 2013 年末以来生猪价格进一步下跌。（图 4）。生猪价格的下跌造成大批养殖户的亏损，很多养殖户退出了生猪的养殖，有利于减少生猪的未来供给。

图 4 全国猪肉、生猪、仔猪平均价（单位：元/千克）



4. 行业政策

猪肉是国内城乡居民的主要副食品，因此稳定生猪生产，保持合理的价格水平，对增加农民收入、保证民生、促进经济发展具有重要意义。

基于猪肉行业“肉贱伤农、肉贵伤民”的特点，为了防止猪肉市场行情大幅波动，保证供应，食品安全可靠，国务院各部委出台了多项政策和措施，保证生猪养殖的稳定发展，主要措施包括：国家的猪肉储备政策；有关部委的猪肉价格管理及调控政策；各部门大力促进生猪规模化养殖的比例；发改委通过官方网站每日公示市场价格，引导生猪养殖健康发展；着手建立生猪期货，减少生猪养殖的风险；促进良种体系的建立，保证生猪养殖长期稳定发展。国家猪肉储备政策及有关部委的猪肉价格管理及调控政策是防止猪肉价格大幅波动的直接手段。

税收方面，销售生猪、鸡肉等自产农产品免征增值税；依据财政部、国家税务总局规定，自 2002 年 1 月 1 日起，增值税一般纳税人购进农业生产者销售的免税农业产品的进项税额扣除率由 10% 提高到 13%；自 2010 年 1 月 1 日起，从事家禽饲养、农产品初加工的所得，免征企业所得税。

行业政策从区域发展、养殖模式、用地支持、财政补贴等方面鼓励了家禽养殖企业的发展，鼓励禽畜产品加工企业向规模化、产业化、集团化、国际化的方向迈进。作为养殖业中重要组成部分的生猪产业，也将获得有利的外部发展环境。

5. 行业关注

生猪价格波动较大

生猪价格受猪的生长周期、存栏量、饲料价格、市场供求、农业政策变化等众多因素影响，波动较大，很难预测。如果生猪价格短期内出现大幅波动，行业内企业经营业绩的稳定性会因此

而受到不利影响。

动物疫情风险

生猪易受疾病的影响，常见的疾病包括猪瘟、口蹄疫、猪丹毒、蓝耳病、猪支原体肺炎等。疫情一旦发生将会导致猪的死亡，从而对生猪养殖企业正常的生产经营造成重大不利影响。

6.未来发展

我国生猪养殖行业长期以散养为主，规模化程度较低，导致猪肉价格波动幅度较大，对农民收入和居民消费的民生问题产生较大影响。散养情况下，猪肉质量和安全无法保证，生猪养殖中瘦肉精、抗生素、消毒药滥用难以控制，不能满足居民对食品质量和安全的要求。随着工业化、城镇化进程加快及居民收入不断提高，人们对畜产品种类、质量及安全性都会提出更高要求。未来生猪养殖行业将朝着规模化方向发展，生猪产量不断加大，产业链向上下游延伸，生猪养殖业规模化、标准化、产业化和区域化的步伐将不断加快。

养殖的规模化发展

猪肉作为我国居民肉类消费量最大的食品，目前尚处于产品几乎无差异化，品牌价值小，质量追溯系统尚未建立的初级阶段。在人们对食品安全和差异化要求日益提高的背景下，产业链完整的规模养殖企业将迎来发展的黄金时期。从分散经营风险的角度来说，产业链完整的生猪养殖企业也可以比较好的对冲猪肉价格变动的风险。

竞争格局的变化

随着原有规模企业的扩张和新企业的积极进入，未来生猪养殖市场的竞争格局也将发生变化。一方面，大型养殖企业与散养农户展开竞争，导致农户散养的比例逐渐下降；另一方面，大型养殖企业之间也存在竞争，包括养殖成本、产品差异化、质量安全性和饲料、疫苗研发等方面，但大型养殖企业之间的竞争激烈程度相对较小。

新进入生猪养殖的企业需要一定的时间克服大规模养殖存在的壁垒，因此，目前已经实现生猪规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势，在竞争格局中处于有利地位。

产业链纵向延伸

猪肉食品相关企业具有经营产业链越长，经营风险越小的特征。上、下游企业在拥有资本实力后纷纷通过纵向延伸发展进入生猪养殖行业，同时拥有实力的生猪养殖企业也开始向下游屠宰和食品加工进行扩张。产业纵向整合，必将形成具有饲料生产、养殖、屠宰、加工完整产业链的大型农牧集团。大型农牧集团可以采取灵活的经营策略，有效控制市场风险，实现长期、稳定的盈利。

（三）屠宰及肉类加工业

1.行业概况

根据国民经济行业分类，屠宰及肉类加工业包括畜禽屠宰、肉制品及副产品加工业。前者指对畜禽宰杀和鲜肉分割，还包括冷藏和冷冻加工；后者指以畜禽肉以及畜禽副产品为原料加工成熟肉制品。

目前，猪肉屠宰企业包括雨润食品、双汇发展这类全国知名屠宰企业，也包括顺鑫农业、众品食业、得利斯等地方知名屠宰企业。肉类加工业的盈利能力与生猪价格密切相关，原因在于大部分屠宰企业会根据生猪购进成本和一定的利润率水平来确定鲜肉的出售价格。猪肉价格的低迷

对于肉类加工行业来说压力不是很大，甚至有可能是一定的机遇。当猪肉价格连续下跌时，市场上的生猪供给可能会增加，生猪价格会下跌，屠宰企业的成本减少，可以加大屠宰量，增加冷库的储藏量。由于“猪周期”的客观存在，一旦猪肉价格回升，屠宰企业就可以抛售猪肉，从而获得较高的盈利水平。

随着我国人口的增长、居民生活水平的提升，猪肉的需求量会逐年增加，猪肉屠宰及加工行业的前景依然向好。商务部最新数据显示，2014年12月全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量2,312.51万头，延续增长态势。

2. 行业政策

2009年，商务部制定了《生猪屠宰行业发展规划纲要2010-2015》，提出当前生猪屠宰行业面临产能过剩严重、行业布局和结构不合理、产品同质化，品牌建设薄弱等多个急需改进的问题。规划同时指出未来5年要集中提升行业集中度和现代化水平，加速淘汰落后产能、提高冷链物流比例及改善肉制品结构等。

2011年12月至2012年11月，商务部等九部门联合部署，在全国开展生猪定点屠宰资格审核清理工作，淘汰了一部分不符合要求的企业，有利于规范行业发展，提高行业的集中度水平。

2012年2月，工信部、农业部联合发布的《猪肉工业“十二五”发展规划》提出“十二五”期间积极发展冷鲜肉加工和肉制品生产。到2015年，力争县级以上城市热鲜肉销售比例降到50%以下，冷鲜肉占比提高到30%，肉制品产量占肉类总产量的比重达到17%以上。此外，规划还提出，到2015年，全国手工和半机械化生猪屠宰等落后产能要淘汰50%以上，其中大中城市和发达地区力争淘汰80%以上。规模以上肉类工业企业数量达到5,000家，工业总产值达到9,000亿元（以2010年不变价格计算）。

2014年3月28日，农业部关于做好2014年生猪屠宰行业管理工作的通知中指出，要严格生猪屠宰行业准入管理、巩固商务部、农业部等九部门联合开展的全国生猪定点屠宰资格审核清理成果，对申请延期整改和迁建的屠宰厂（场）要严格按照规定开展复核审查，仍不达标的是要依法取消定点资格。

3. 行业发展

从行业竞争态势来看，兼并收购将是行业未来发展的主题，具有资金、技术、品牌优势的屠宰企业将在国家政策的支持下进行兼并收购，一方面可以提高自己的行业地位，另一方面也有助于缓解屠宰行业的产能过剩，增强自身盈利能力。除横向的兼并收购外，为了更好的控制生猪质量、控制生产成本，屠宰企业也会谋求延伸产业链，向上下游发展，例如建立自己的养猪场，建立自己的销售渠道等。

从行业本身的产成品来看，未来将实现两大方面的升级：

第一，热鲜猪肉向冷鲜猪肉升级。

目前，我国生猪肉产品主要由热鲜猪肉、冷冻猪肉和冷鲜猪肉构成。热鲜猪肉目前在城乡消费中占主导地位，它的优点是肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美，但它的缺点也很明显，易污染，易腐化变质。冷冻猪肉虽然安全卫生，易于运输，但是解冻会导致大量营养物质流失。冷鲜猪肉具有热鲜猪肉的一切优点，同时又安全卫生，不易变质，营养程度高，未来随着人均可支配收入的提高，将成为消费者消费的主流猪肉产品。

第二，高温猪肉制品向低温猪肉制品升级。

高温猪肉制品虽然由于高温高压消毒彻底，保质期较长，但营养成分损失较多，口感也不好。低温猪肉制品是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使猪肉制品中心温度达到 72~85 摄氏度，并通过杀菌处理加工，使得在包装、贮存和销售环节始终保持低温的猪肉制品。低温猪肉制品口感好，营养含量高，未来发展前景广阔。

4.行业关注

产能过剩

经过了 2012 年的清理审核，中国屠宰企业总数量大幅度减少，约为 1.5 万家左右，但数量依然众多，且多为中小企业；年屠宰能力超过 100 万头的企业（集团）仅有 20 个，单厂屠宰能力超过 100 万头的企业约有 100 个左右。为提高竞争力和市场占有率，近年企业快速扩张，生猪屠宰产能严重过剩，其中，2013 年定点屠宰企业的总屠宰能力就达到 8.5 亿头，导致企业屠宰开工率较低，一般低于 50%。

行业整体盈利能力偏弱

目前，我国白条肉、热鲜肉占全国生肉上市量的 60%左右，冷鲜肉和小包装分割肉占比较小，肉制品产量只占肉类产量的 15%左右。这样的结构决定了我国生鲜猪肉大部分经由批发市场流通，产品差异化程度和品牌化程度较低，附加值不高，屠宰行业整体盈利能力偏弱。截至到 2014 年 6 月底，屠宰及肉类加工行业整体的销售利润率仅为 4.74%。

猪肉质量安全事件频发

从 2011 年的“瘦肉精”事件到 2013 年的上海市黄浦江死猪漂浮事件，猪肉质量成为公众关注的焦点。部分企业为了追求暴利，安全生产意识淡薄，生产出来的猪肉难以让公众放心。

屠宰行业污染严重

生猪的屠宰过程中会产生大量的污水、废气，其中污水的处理成本较高。部分小企业盲目扩张产能，但是又无法承担大笔的污水治理费用，造成周边水域的污染和破坏。随着居民环保意识的增加和政府环保力度的趋严，屠宰企业的环保压力和环保成本与日俱增。

四、基础素质分析

1.规模及竞争力

顺鑫农业属于农业类上市公司，主营业务包括：白酒的生产销售、种猪繁育、生猪养殖屠宰及肉制品加工、房地产开发、水利与建筑工程施工、农副产品生产加工、物流业务等。公司产品包括：“牛栏山”二锅头、宁城老窖、“小店”品牌种猪、“鹏程”牌冷鲜肉与低温肉制品等，拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”等 5 个中国驰名商标。公司连续八年入选由中国企业联合会和中国企业家协会组织评定的“中国制造业企业 500 强”、公司先后被授予“2009 年度中国食品工业百强企业”、“2009-2010 年度中国食品工业实施卓越绩效模式先进企业”等称号。

公司是北京地区最大的肉制品生产企业，形成了“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链。目前，公司的生猪屠宰量和生猪肉的市场份额均居北京市首位（市场份额约占 40%以上），是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位。公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”、“国家级农业标准化示范基地”、“中国养猪行业百强企业”，是全国

同行业中首家通过 HACCP 认证、唯一一家向客户承诺现场采血化验合格再引种的厂家。小店种猪场与中国农业大学合作开发的 GBS 育种系统成为国内工厂化养猪的第一个数据管理系统，被农业部全国畜牧总站指定为全国猪联合育种协作组专用育种软件。

公司所属的鹏程食品分公司是国内生猪屠宰业第一家从荷兰引进全自动化生产线的企业，也是北京地区最大的猪肉生产基地，生鲜猪肉在北京市场占有率有 40% 以上的份额，是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，产品多次被指定为“两会”等国家重要大型会议的特供产品，也是 2008 年北京奥运会肉制品指定供应商。

作为国家农业产业化龙头企业，公司建立了“公司+基地+农户”经营模式，形成了种猪繁育、畜牧养殖、检验防疫、生猪屠宰、肉制品深加工及物流配送完善的产业链及可追溯的食品安全控制体系，目前生猪屠宰能力达到 400 万头/年，其中北京地区建有年屠宰生猪能力 300 万头并达到欧盟标准的自动化猪宰线，年产 5 万吨并达到日本农林水产省标准的熟食生产线，陕西汉中顺鑫鹏程和四川达州顺鑫鹏程合计拥有生猪屠宰能力 100 万头/年的生产线。

公司白酒制造已形成规模，生产技术水平先进，品牌优势突出，旗下牛栏山酒厂是北京地区自主酿造规模最大的白酒生产企业，产能 21 万吨左右。牛栏山酒厂历年来获得了“中华老字号”、“中国驰名商标”、二锅头的“原产地标记保护产品”认定、“纯粮固态发酵”等多项认证，同时也是北京地区唯一拥有“中国酿酒大师”的企业，其产品是“清香型”（二锅头工艺）白酒的典型代表。

总体看，公司作为农业类上市公司，资产规模较大，在白酒制造和肉制品生产领域具备较强的竞争力。

2. 技术与工艺水平

公司所属分公司牛栏山酒厂具有华北地区最大的 P2 级微生物实验室，配有国内行业先进的科研设备，通过参与国家白酒“169”计划、“牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号进行太空育种实验，公司将进一步对“搭载神九的牛栏山一号大曲微生物菌群开发”项目的实验数据进行汇总分析，筛选出在产酒、产香及特殊风味物质方面较为优势的菌种，尽快完成酿酒生产试验，力争在下一年内完成航天大曲工艺结合酒的小样研发工作。公司设立行业内首个博士后工作站、积极开展“产学研”合作等方式，大幅提高了公司的科研实力。截止 2014 年末，牛栏山酒厂企业认可实验室通过国家认可委认可的项目已达 12 项。

公司已构建了集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”为一体的完整产业链条，实现了从“田间到餐桌”全程可追溯食品安全供应体系。公司种猪品牌“小店”是我国养殖行业唯一一件中国驰名商标，小店畜禽良种场是“国家生猪核心育种场”、“国家级重点种畜禽场”等，荣获各类科技奖项 20 余项，已成为我国种猪科研、培育的重要基地，其经济效益、社会效益及行业影响明显。

公司所属鹏程食品分公司拥有从荷兰引进的全自动化生产线，引进了国际先进的自动开胸、自动劈半、全自动喷码、同步检验等新工艺新技术，运用智能化屠宰系统促进了食品安全保障防线全面升级。在肉制品加工环节，通过运用国际标准打造了经典美味的熟食制品。以物流配送体系支撑完善的市场网络，完善的产业链为鹏程走品牌发展道路奠定了良好的基础，增强了品牌的认知度和美誉度，逐步夯实了品牌基石。

公司所属创新食品分公司拥有行业领先的智能化冷链加工技术和 HACCP 国际管理体系，并引

进了国际最领先的日本 PC 加工线，形成了国内一流的蔬菜加工流水线。通过构建智能冷链实现全程保鲜，配备国内独有的专业冷藏车，创造生鲜配送“三个一”新标准，为公司进一步提高行业地位夯实了基础。

总体看，公司在白酒二锅头领域科研投入较大，具备较强的技术优势，有助于公司未来在白酒领域进行差异化竞争；公司生猪屠宰生产线和熟食生产线技术先进，有利于公司未来肉制品和深加工业务的扩大。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理王泽先生，44 岁，中国国籍，本科学历。最近五年内历任顺义区北务镇党委书记、顺义区北小营镇党委书记。现任顺鑫集团党委书记，顺鑫农业董事长、总经理，具备较高的专业素质和丰富的行业管理经验。

公司董事、副总经理兼财务总监王金明先生，51 岁，中国国籍，研究生学历，高级会计师。最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理兼财务总监。

截至 2014 年底，公司共有在职员工 6,710 人。按文化程度划分，高中及以下学历占比 67%，大专学历占比 21%，本科学历占比 11%，研究生学历占比 1%。按专业划分，生产人员占比 60%，销售人员占比 10%，技术人员占比 11%，财务人员占比 3%，行政人员占比 16%。

总体看，公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司人员结构基本合理，在职员工中，生产及技术人员占比较大，符合公司实际的经营需要。

4. 区域环境

近年来，北京市始终保持着持续快速协调健康发展势头，综合经济实力不断增强。根据国家统计局的数据显示，2014 年，北京市实现地区生产总值 21,330.8 亿元，同比增长 7.30%；同期，北京城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到 43,910 元和 20,226 元，分别比上年增长 7.20% 和 8.60%；截至 2014 年底，北京市常住人口 2,151.6 万人。北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京市经济的快速发展、城乡居民可支配收入的迅速提高以及人口的迅速增长使得人们对肉类、饮品需求大幅增加，这些都为公司的发展提供了重要推动力。

公司所处的顺义区位于北京市东北，区内有京密公路、京承高速公路、京承铁路通过，并拥有国内最大的航空港——北京首都国际机场。公司距机场不足 10 公里，陆空交通较为便利，具有较大的区位优势。目前首都机场设计旅客吞吐能力达到 7,800 万人次/年、设计货运吞吐能力达到 180 万吨/年，这将对临空经济核心区及周边地区的经济发展起到极大的促进作用。区位优势为公司各业务板块、尤其是农产品物流配送业务的发展提供了良好契机。

总体看，北京市经济的快速良好发展和较高的人口密度给公司未来业务发展提供了广阔的空间。

5. 税收优惠

作为农业类企业，公司享受相关税收减免优惠：

(1) 母公司

根据 2008 年开始实施的《中华人民共和国企业所得税法》及财政部、国家税务总局财税[2008]149 号文《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育免缴企业所得税；公司从事种植、养殖业和农林产

品初加工的所得暂免征收企业所得税。经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，公司从事种植粮食作物；种植林木、苗木、园艺作物；畜禽养殖业；肉类初加工所得暂免征收企业所得税。因此，母公司中除牛栏山酒厂（分公司）及创新食品分公司按 25% 征税外（单独核算），其他分公司均免征企业所得税。

（2）控股子公司

根据 2008 年开始实施的《中华人民共和国企业所得税法》及财政部、国家税务总局财税 [2008]149 号文《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》，从事种植、养殖业和农林产品初加工的所得暂免征收企业所得税，故达州顺鑫鹏程食品有限公司、汉中顺鑫鹏程食品有限公司、滦平县顺鹏小店种猪繁育有限公司、阳高县鹏程小店种猪繁育有限公司、肃宁县鹏程小店种猪繁育有限公司、兴隆县鑫鹏小店种猪繁育有限公司及海口顺鑫小店种猪选育有限公司的企业所得税免征。

总体看，公司行业地位巩固，品牌影响力及研发实力较强；作为农业类企业，公司能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

五、公司治理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会有关规定以及《深圳证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，完善公司法人治理结构、健全现代企业制度、规范运作、加强信息披露工作。2014 年，公司对《公司章程》、《股东大会议事规则》等制度进行了修订，确保公司运作的科学性和规范性。最近三年公司未受到证监会的任何处罚。

公司董事会设董事 9 人，其中独立董事 3 人；监事会成员 4 人，其中 1 名为职工监事。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。为完善公司决策机制，公司建立了董事会专门委员会，包括董事会战略与投资委员会、董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会、董事会审计委员会。公司监事会与内部审计部独立工作，对公司生产经营和重大决策进行监督。

总体看，公司作为上市企业，拥有较为完善的法人治理结构，运行规范有效。

2. 管理体制

公司根据《关于提高上市公司质量的意见》、《企业内部控制规范》等文件要求，建立了涵盖生产、采购、销售、资产管理、存货管理、资金管理、信息披露等较为完整系统的内部控制制度。

财务管理方面，公司建立了包括资金管理、费用核算、资产管理、成本控制、人员考核、财务汇报、采购支付、销售结算、投融资及担保审批、项目预算等在内的完善的财务管理制度。公司设有内部审计部，在董事会审计委员会的指导下，履行对公司内部控制的监督、检查职能，并独立处理相关问题。

产品质量方面，公司制定了《产品质量管理办法》，公司下属牛栏山酒厂、小店良种场、鹏程食品分公司均已通过 HACCP 食品安全体系认证、ISO9001 质量管理体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证。此外，鹏程食品分公司还通过了无公害农产品认证。

人力资源方面，公司依据《劳动法》及国家相关法规，制订了包括员工守则、人事聘用、劳动纪律、考勤管理等一系列人事管理制度，并实行制度化、规范化。公司建立企业人才资源库，

为公司整体提供人才管理与人才交流服务平台，使人才分流、人才调剂和劳资管理更加规范有序。

公司对下属公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键环节进行。对下属控股子公司的管理和控制，公司主要通过委派董事、总经理、财务总监等方式实现。针对不同分、子公司经营业务差别性较大的、生产经营管理比较分散的局面，公司建立了《劳动人事管理制度》、《财务管理基本制度》、《全面预算管理制度》、《内部审计制度》、《资产经营考核办法》、《投资管理办法》等专项制度，细化了管理流程，明确了各部门权责关系和下属公司投资权限，推行了全面预算管理和统一贷款管理，并将经营管理效果与绩效考核挂钩。

总体来看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括白酒制造、肉类加工、建筑工程、房地产等。2012-2014年，公司分别实现主营业务收入 832,417.63 万元、905,640.00 万元和 946,263.34 万元，呈逐年增长态势，年均增长 6.62%。2012-2014年，公司主营业务综合毛利率分别为 26.74%、31.16%和 33.65%，稳定增长。

从具体业务来看，公司主营业务毛利率最高的是白酒制造业，收入年均增长 12.80%；肉类加工业毛利率逐年增加，但主营业务收入呈现递减趋势，年均减少 9.67%；建筑工程毛利率波动变化，收入年均增长 10.40%，但绝对金额较小。房地产业务收入占公司主营业务收入的比例不大（2014 年仅占 11.93%），且公司未来打算逐步收缩房地产业务，所以预计未来对公司主营业务影响很小。

2014 年，公司实现主营业务收入 946,263.34 万元，同比增长 4.49%，主要是白酒制造和房地产收入大幅增加所致。2014 年，由于公司调整熟食产业整体规划及进行熟食车间改造，肉类加工业收入同比下降 12.26%；白酒制造业和肉类加工业收入占比分别为 43.54%和 27.59%，依旧为公司两大支柱产业。

从主营业务盈利水平看，由于生猪收购价格下降较多及熟食产品调整，公司肉类加工业毛利率同比上升 1.23 个百分点；2014 年白酒业务毛利率基本稳定；房地产毛利率大幅增加。2014 年公司主营业务整体毛利率为 33.66%，同比上升 2.50 个百分点。

总体看，近三年，公司主营业务毛利率稳中有升，始终处于较高水平，公司盈利能力较强。

表 2 2012-2014 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2012 年			2013 年			2014 年		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
白酒制造业	32.38	15.74	51.41	37.44	14.84	60.35	41.20	17.59	57.31
肉类加工业	32.00	30.47	4.8	29.76	27.58	7.31	26.11	23.88	8.54
建筑工程业	8.00	6.95	13.09	12.61	11.41	9.51	9.75	8.39	13.95
房地产业	4.15	3.50	15.5	4.40	3.89	11.41	11.29	8.04	28.79
其他	6.72	4.33	35.59	6.36	4.61	31.16	6.28	4.88	22.29
合计	83.24	60.98	26.74	90.56	62.34	31.16	94.63	62.78	33.66

资料来源：公司年报

2. 白酒制造

2012-2014 年，白酒制造业收入占公司主营业务收入的比重分别为 38.90%、41.34%和 43.54%，

呈扩张态势，毛利率分别为 51.41%、60.35%和 57.31%，波动上升。

公司白酒生产及销售业务主要由下属牛栏山酒厂承担，此外，内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖公司”）也贡献一定收入，但占比小。

牛栏山白酒是中国著名的白酒品牌之一，具有千年酒文化的传承和三百年的酿造历史，先后获得“中华老字号”、“中国驰名商标”等荣誉，主要包括清香型“牛栏山”牌二锅头和浓香型“百年牛栏山”为代表的系列产品，共计 400 余种。清香型白酒主要以 52 度经典二锅头、45 度珍品二锅头为主，浓香型白酒主要以 36 度百年牛栏山和百年红系列为主。近年来公司牛栏山白酒产量实现快速增长，2012-2014 年分别为 169,059 千升、236,913 千升和 264,102 千升。

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要为原酒、粮食和包装。其中，酿酒所需的粮食主要包括小麦、玉米、糯米、大米等作物。其中，原酒的 20%~30%由公司外购获得，粮食全部外购，包装绝大多数也是外购。

公司牛栏山酒类产品主要销售区域在北京，针对北京巨大的酒类消费市场，公司围绕构建“大北京市场”和“外埠根据地市场”的战略部署，除在城区加大渠道和终端营销力度外，还积极向昌平、通州、房山三区渗透，目前公司酒类产品基本覆盖北京大部分大中型酒店和主要商场超市，酒类销售的餐饮终端网点已大幅增至 8,000 余家。2014 年，牛栏山酒厂进一步加大产品结构调整力度，在巩固北京市场的同时，通过加速对外埠重点市场的开发，使得外埠市场经营业绩取得新的突破，呼市、天津、山西、河南、山东、辽宁等地市场销售收入大幅增长。

2012-2014 年，公司全部白酒的销售量分别为 170,516.55 千升、218,429.00 千升和 265,031.57 千升，复合增长率为 24.67%，公司全部白酒的销售金额分别为 323,823.82 万元、374,371.05 万元和 412,013.52 万元，复合增长率为 12.80%。

目前，公司投资的“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）”，拟在保持白酒生产总量不变的条件下，通过改进生产工艺、更新灌装设备，将 6,000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力 12,000 吨，新增配制酒灌装能力 50,000 吨。同时建设研发中心、微生物培养实验楼以及对老旧的灌装、勾调等生产线、设备进行更新改造。该项目拟投入 13.15 亿元，拟投入募集资金 9.32 亿元。截至 2014 年底，已完成投入 3.52 亿元。项目建成后，根据公司测算，正常情况下年均可实现利润总额 25,008 万元，税后内部收益率 11.5%。项目实施后，公司白酒收入中的中端白酒销售额占比将明显提升，为公司白酒业务的盈利能力提升提供保障。宁城老窖公司主要生产“宁城”牌白酒，市场开拓主要以内蒙古地区为主，产量、销量和收入规模都较小，对公司白酒收入贡献不大。

从采购和销售的结算来看，公司对于白酒原材料的采购和对经销商的销售都是现金结算，不存在应收应付问题。

总体看，公司白酒销售以牛栏山系列二锅头产品为主，该系列产品定位为中低档白酒，价格不高，受中央反“三公”消费、中央军委“禁酒令”影响较小，销量稳定增长，给公司贡献了较大的利润。公司在巩固北京市场的同时，也拟通过白酒品牌媒体推广项目对牛栏山二锅头进行大力宣传，有利于实现公司由中低端品牌形象向中端优质形象的提升，有利于扩大牛栏山二锅头在外埠市场的影响力，最终拉动白酒销售规模的快速增长。

3. 生猪养殖及肉类加工

2012-2014 年，肉类加工业收入占公司主营业务收入的比重分别为 38.44%、32.86%和 27.59%，

呈收缩态势，毛利率分别为 4.8%、7.31% 和 8.54%，稳定上升。

公司已构建“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”为一体的完整产业链条，形成自身独特的行业竞争优势。公司种猪繁育、生猪养殖屠宰与肉食品加工销售分别由公司小店种猪场、鹏程食品分公司经营。

2014 年，公司视库存和市场情况完成生猪屠宰量 187.33 万头，向市场提供生猪肉制品 16.48 万吨，同比增长 5.17%，公司每年会根据市场销售和生猪供给情况确定最优的屠宰量；2014 年销售猪肉熟食制品 1.22 万吨，同比减少 12.23%。公司对外收购的生猪比例较大，通常占总屠宰量的 90% 左右，且生猪收购主要从养殖户处收购，小部分从猪场收购，收购价格随行就市。

表 3 2011~2014 年 6 月公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
祖代（套）	1,330	1,329	1,299	1,164
父母代（套）	13,146	16,314	15,487	13,800
屠宰能力（万头/年）	300	400	400	400
实际屠宰量（万头）	201.37	193.57	184.15	187.33
收购均价（元/公斤）	17.18	15.28	13.28	13.40
生猪肉制品（万吨）	17.69	18.15	15.67	16.48
生猪肉均价（元/公斤）	19.24	17.63	17.77	15.64
猪肉熟食（万吨）	1.29	1.41	1.39	1.22
猪肉熟食均价（元/公斤）	16.39	16.39	15.79	15.08

资料来源：公司提供

公司下设 10 个养猪场，设有原种猪场，祖代种猪场，父母代种猪场，形成种猪体系 3 级配套，满足不同类型种猪场的购种需求。公司原种猪场利用现代 BLUP 育种模型技术，对种猪进行选育。选育场长期饲养着长白、大白、皮特兰、杜洛克等世界上最优秀的种猪品种，小店种猪的成活率达 90% 以上，高于全国平均水平。截至 2014 年底，公司种猪生产拥有祖代猪 1,164 套，父母代猪 13,800 套，育种技术能力较强。公司小店种猪场育种出来的猪苗约 20% 对外销售、80% 自己养殖，2014 年公司小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 11,575.73 万元，同比下降 9.39%。

销售渠道方面，公司形成了以航空食品、酒店为主的高端产品网络；以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络；以国家机关、大专院校为主的集团消费网络；以城区居民消费为主的大型社区市场网络，销售网点遍及北京，已成为北京百姓日常生活的重要组成部分。截至 2013 年底，公司共建立销售网点 3,028 家，其中北京地区 2,642 家，北京以外地区 386 家。北京地区网点包括商场、超市 385 个，星级酒店及西餐厅 818 个，社区市场 512 个，加盟店、直营店和机关团体等 30 个。从结算方式看，公司产品出厂基本上都是现款现货，销售对象分散，价格随行就市。

总体看，公司已构建“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”为一体的完整产业链条，具有全产业链的竞争优势。这种竞争优势体现为一是可以有效的对冲生猪价格波动风险，增强盈利的稳定性，二是可以发挥范围经济和协同效应，降低生产成本，提高毛利率水平，三是可以确保种猪和生猪质量过关、猪肉食品安全营养，有利于树立企业的品牌优势，扩大企业产品的销量。

4. 建筑工程

2012-2014 年，公司建筑工程业收入分别为 8.00 亿元、12.61 亿元和 9.75 亿元，毛利率分别为 13.09%、9.51% 和 13.95%，有所波动。

公司从事建筑工程的下属企业为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹公

司”)。鑫大禹公司具有水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级、房屋建筑工程总承包一级、地基与基础处理工程专业承包三级、河湖整治工程专业承包三级等专业资质，可承担大中型水利水电工程及辅助生产设施的建筑工程、水利机电设备安装工程。

鑫大禹公司成立以来，参与施工了怀柔区怀河3号橡胶坝蓄水工程、北房联合水厂工程、潮白河综合治理、顺义新城建设等多项水利和房建施工工程，主要集中在顺义区。截至2014年末，鑫大禹公司对外在建工程项目主要包括北运河流域方式渠生态治理工程（第一标段）、顺义区马坡再生水厂工程、顺义区职教中心工程等二十余个项目。未来几年，公司建筑工程业务板块项目包括包头南海花苑二期项目、海南文昌顺义小区项目等。

总的来看，公司建筑工程业务收入与工程进度有密切关系，存在一定的波动性。

5. 房地产

2012-2014年，房地产收入占公司主营业务收入的比重分别为4.99%、4.86%和11.93%，毛利率分别为15.50%、11.41%和28.79%，2014年增加明显。

公司房地产业务运营主体是北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”），佳宇地产主营一级土地和房地产物业的开发和投资，2011年2月获得房地产开发一级资质。截至2014年末，佳宇地产总资产620,176.40万元，所有者权益9,126.68万元，资产负债率98.53%。可以看出，房地产业务的经营是公司资产负债率较高的主要原因。

在地产开发方面，佳宇地产以住宅开发为主，工业和商业物业开发为辅，开发区域集中在顺义区。近几年，佳宇地产先后开发了顺鑫澜庭、杨镇一期（双阳西区）、杨镇二期（阳洲鑫园）、高丽营项目（顺鑫花语）、杨镇三期（顺鑫郎郡）、包头南海花苑、曲阜商品城等项目，均获得较好收益。

2014年，公司开发的项目有GBD项目、牛栏山下坡屯家园项目、顺鑫望潮苑项目、富海家园项目，2014年公司房地产收入大幅增长主要来自GBD二期销售收入。

关于房地产业务，公司在2014年年度报告中公开披露：“围绕公司总体战略，公司房地产业务将逐步进行收缩性调整”，公司正在逐步对房地产业务进行收缩，预计未来房地产业务收入会呈现下降态势。

表4 截至2014年底公司主要房地产项目（单位：亿元、套）

项目名称	土地面积 (M ²)	总投资	截至2013年底 已完成投资	可供出售房 产	开始销售时 间
牛栏山下坡屯家园项目	142,140	23.74	19.62	48	2012.10
站前街商业金融项目二期	41,798.1	20.25	16.04	109	2014.3
顺鑫望潮苑	190,707.12	13.73	9.47	618	2011.5
富海家园	57,663.71	7.65	4.35	594	2013.7

资料来源：公司提供

总的来看，公司房地产业务收入占公司主营业务收入的比例较小，毛利率受国家房地产调控政策和房地产行业景气程度影响大，波动性较大。此外，房地产业务开发周期长，占用资金多，使得公司的负债率常年居高不下。公司已初步决定未来收缩房地产业务发展，这有助于降低公司的资产负债率，提高公司偿债能力。

6. 重要事项

2014年5月23日，公司以非公开发行股票的方式向顺鑫集团、鑫元基金管理管理有限公司、

北京郁金香股权投资中心(有限合伙)等共计 9 名对象共发行 132,049,992 股人民币普通股(A 股), 发行价格为 13.20 元/股。截至 2014 年 5 月 29 日, 本次发行募集资金总额 1,743,059,894.40 元, 扣除发行费用 40,820,000.00 元, 净募集资金 1,702,239,894.40 元。

公司募集资金净额拟投资的项目有牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目(一期、二期)、熟食产业升级技术项目、白酒品牌媒体推广项目和补充流动资金, 承诺投资总额分别为 93,222.57 万元、13,483.42 万元、30,000 万元和 34,000 万元, 合计 170,705.99 万元。截至 2014 年末, 公司直接投入募集项目的资金为 89,631.68 万元。

公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目(一期、二期)达到预定可使用状态的时间为 2016 年 12 月 06 日, 根据公司募投项目的可行性报告显示, 该项目预计正常年均可实现利润总额 25,008 万元, 税后内部收益率 11.5%, 税后投资回收期为 10.6 年(含建设期)。

公司熟食产业升级技术项目达到预定可使用状态的时间为 2015 年 07 月 01 日, 根据公司募投项目的可行性报告显示, 该项目预计正常年均可实现利润总额 4,040 万元, 税后内部收益率为 20.9%, 税后投资回收期为 6.1 年(含建设期)。

公司白酒媒体推广项目虽不直接产生经济效益, 但可以扩大公司牛栏山二锅头的品牌知名度, 提高品牌的美誉度, 带动公司白酒产品销量的快速增长, 对于提高公司白酒产品的市场占有率具有重要意义。公司流动资金补充有助于满足公司经营规模扩大对于营运资本的需求。

总体看, 本次非公开发行股票募集资金到位后, 公司的总资产及净资产规模将相应增加, 资产负债结构更趋合理, 公司的资金实力、抗风险能力和后续融资能力进一步提升。随着项目的逐步建成达产, 公司优质基酒酿造、储存能力及中端白酒和配制酒生产能力将明显提升, 酒类产品研发能力进一步增强, 肉制品生产方面继续保持领先地位, 公司盈利能力将得到有效的增强。

7. 经营效率

从经营效率指标来看, 公司应收账款周转次数逐年上升, 存货周转次数逐年下降, 2013-2014 年应收账款周转次数分别为 59.34 次和 76.14 次, 存货周转次数分别为 1.02 和 0.88 次; 总资产周转次数近两年分别为 0.69 次和 0.65 次, 呈下降趋势。公司应收账款周转速度较快, 原因是一方面公司作为农业企业, 现款现货占比较高。公司存货周转速度较慢, 原因是存货中开发成本和开发产品占了绝大部分, 相应存货周转率放慢。同样受房地产开发成本占比较大的因素拖累, 公司总资产周转率较低。但考虑到房地产开发业务收入占比较低, 白酒和猪肉制品两大主业经营效率高, 公司整体经营效率较高。

8. 未来发展

“十二五”期间, 公司制定了“植根农业发展, 立足企业使命, 完善农产品加工产业和新农村建设两个领域, 坚持资本经营与产业经营并举, 大力发展主导产业, 重点培育优势产业, 加快培育和形成产业集团”的战略目标。

白酒酿造与销售业务方面, 公司所属牛栏山酒厂将全力推进“市场、科研、品牌、管理”等中心工作的标准化运作、规范化管理、常态化监督体系的建设。一是立足于公司第三个五年战略规划部署(2011~2015), 集中发挥品牌影响力和核心资源优势, 加快渠道布局, 加速实施“1+4+5”亿元板块联动战略(即以北京市场为核心, 将天津、保定、呼市、唐山打造成 4 个亿元市场, 将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成 5 个省级亿元市场), 落实“三级发展圈”工程。二是以旺销产品为突破口, 强化产品结构调整。重点打造中、高档产品线, 拉动整体盒装酒销售, 提高企业盈利能力。三是以科技研发、酒厂东扩为契机, 在全力做好“牛栏山一号清香型低温大曲”微

生物分离、鉴定的基础上，完善菌群快速筛选系统、建立相应的菌群鉴定方法，筛选优势菌株及菌群，努力生产出独具牛栏山特色的二锅头产品。四是顺鑫宁城老窖公司深入推进“全蒙战略”，在保持现有市场份额的同时，稳步开发新市场。

种猪繁育业务方面，公司将从五个方面入手完善。一是加快国家级种猪育种中心的建设步伐，二是加快自有知识产权种猪品种研究工作，三是努力做好种猪的疫病防控工作、四是做好畜牧场的环境保护工作、五是积极与各大院校和专业机构合作，优化饲料产品配方。

农产品加工物流方面，公司创新食品分公司生鲜业务，围绕后厨加工和“我吃鲜”自有品牌两个经营方向，在扩大后厨加工业务量的同时，加大自有品牌业务的推广。公司自有电子商务“我吃鲜”商城将加快提升电商规模，进一步优化仓储物流配送体系，提高单位面积盈利水平。

肉食品加工业务方面，公司将继续巩固和深耕北京市场，通过开发高附加值的产品、加强原材料管理等方式，努力提高经济效益，尽快提升“鹏宇”高端产品的市场知名度和市场销量。

水利建筑工程施工业务方面，研发方面，公司与中国农业大学教授就其研究的日光温室大棚开展合作，并正在与设施农业技术专家合作申请 QD 型日光温室专利；市场方面，公司继续遵循“立足顺义、站稳北京、面向外埠、择机境外”十六字方针，巩固外埠市场。

房地产开发业务方面，公司将围绕公司发展总体战略，突出主业，逐步收缩房地产业务。

总体看，顺鑫农业未来发展前景广阔，随着非公开发行股票募投项目的逐渐建成投产，公司在肉类加工和白酒制造两大业务上会进一步做优做强。

9.经营关注

公司所从事的主要行业属于“大农业”范畴，公司的业务主要包括种猪繁育、生猪屠宰与肉制品加工、白酒制造与销售等。此外，公司还涉及物流、苗木、水利建筑及房地产等多个行业，所经营的业务较多。广泛的经营业务范围和较大的业务活动差异给公司的经营管理、人力资源、生产技术、资金运用、市场营销等诸多方面提出了较高的要求，同时也使公司的生产经营受到多个行业发展状况和影响因素的制约。因此，如果公司不能合理配置现有资源，并进行有效的经营管理，那么公司不仅会面临一定的内部控制风险，而且可能使公司管理成本和运营成本增加，使得协同效应不能得到充分的发挥。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012年-2014年度财务报表已经北京兴华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共16家。与2011年相比，2012年公司合并范围子公司新增1家，减少1家。与2012年相比，2013年公司合并范围子公司新增1家。与2013年相比，2014年公司合并范围减少1家。公司新增或剔除子公司的规模和数量较小，不影响公司财务数据的可比性。

截至2014年底，公司合并资产总额1,554,309.66万元，负债总额1,035,778.91万元，所有者权益（含少数股东权益）518,530.74万元。2014年公司实现合并营业收入948,066.41万元，净利润（含少数股东损益）36,475.26万元。经营活动产生的现金流量净额29,390.97万元，现金及现金等价物净增加额75,035.27万元。

2. 资产质量

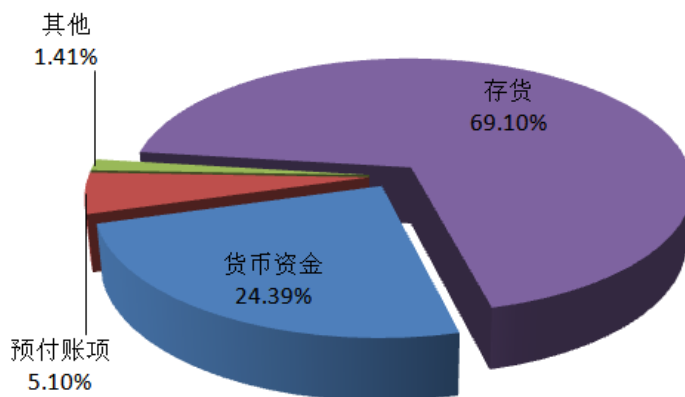
2012-2014年公司资产规模稳步增长，年均增长率为11.60%。截至2014年底，公司资产总额

1,554,309.66 万元，其中流动资产和非流动资产分别占比 68.74%和 31.26%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012-2014年公司流动资产逐年稳步上升，年均增长率为11.67%。截至2014年底，公司流动资产合计1,068,506.16万元，主要由货币资金和存货组成，占比分别为24.39%和69.10%（图5）。

图 5 2014 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

2012-2014年，公司货币资金年均增长率为6.29%。截至2014年底，公司货币资金为260,638.07万元，较年初增长40.43%，主要系公司非公开发行股票募集资金到账所致，其中银行存款259,341.96万元、现金668.33万元、其他货币资金627.78万元。其他货币资金主要为第三方支付保证金和工程保函保证金。

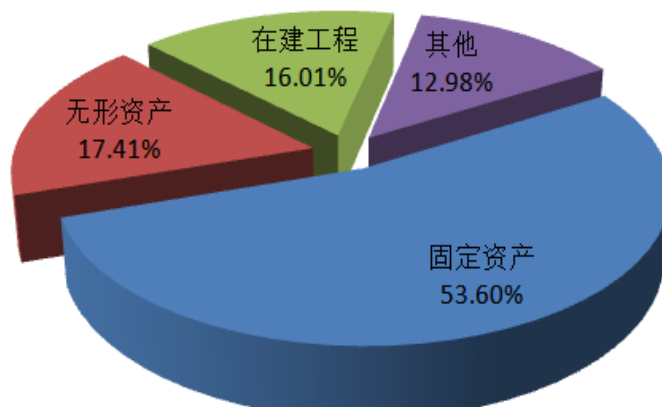
2012-2014年，公司存货净额逐年增长，年均增长率为16.88%。截至2014年底，公司存货净额738,351.77万元，较年初增长7.98%，主要来自商务中心项目二期、牛栏山下坡屯房地产项目等开发成本的增加；在公司2014年末的存货中，开发产品和开发成本合计占比约67%。2014年末，公司针对消耗型生物资产计提存货跌价准备488.97万元。

2012-2014年，公司预付账款逐年减少，年均减少5.94%。截至2014年底，公司预付账款54,469.34万元，较年初增长16.46%，主要为预付供应商的设备款和广告费。

非流动资产

随着经营规模的不断扩大，2012-2014年公司非流动资产逐年增长，年均增长率为11.45%。截至2014年底，公司非流动资产合计485,803.50万元，较年初增长10.08%。公司非流动资产主要由固定资产（占53.60%、在建工程（占16.01%）和无形资产（占17.41%）组成。（图6）。

图 6 公司 2014 年底非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2012-2014 年，公司固定资产净值变化不大，年均增长率为 3.80%。截至 2014 年底，公司固定资产净值 260,405.57 万元，较年初增长 6.46%。公司固定资产成新率为 75.41%，整体成新率较高。

2012-2014 年，公司在建工程大幅增加，年均增长率为 62.55%。截至 2014 年底，公司在建工程 77,778.76 万元，较年初增长 18.07%，主要由牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目、鹏程冷链物流项目、熟食产业技术升级项目构成。

2012-2014 年，公司无形资产年均增长率为 1.78%。截至 2014 年底，公司无形资产 84,577.42 万元，主要是公司所有的土地使用权。公司已计提累计摊销 8,427.95 万元，未计提无形资产减值准备。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产占比高，流动资产主要是存货和货币资金；非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产组成；公司整体资产质量较高，资产以房地产开发成本为主，流动性一般。

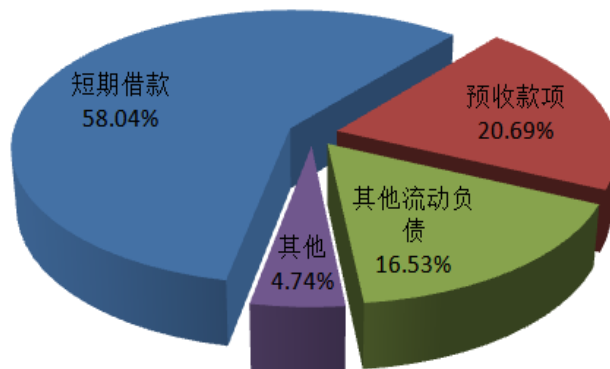
3. 负债及所有者权益

负债

2012-2014 年，公司负债总额呈增长趋势，年均增长率为 4.45%，基本稳定。截至 2014 年底，公司负债总额为 1,035,778.91 万元，较年初减少 2.41%；其中，流动负债占 78.33%，非流动负债占 21.67%。

2012-2014 年，公司流动负债规模稳定增长，年均增长率为 3.39%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 811,304.48 万元，较年初减少 11.95%。流动负债减少的原因主要系短期借款减少所致。流动负债中，短期借款占比 58.04%、预收款项占比 20.69%、其他流动负债占比 16.53%（图 7）。

图 7 公司 2014 年底流动负债构成图



资料来源：公司年报

2012-2014 年，公司短期借款波动下降，年均减少 5.56%。截至 2014 年底，公司短期借款 470,887.00 万元，较年初减少 22.73%，其中保证借款 344,000 万元，信用借款 126,887 万元。

2012-2014 年，公司预收款项大幅增加，年均增长率为 66.60%。截至 2014 年底，公司预收款项 167,851.70 万元，较年初减少 0.73%，公司预收款主要系白酒销售形成的预收款。

2012-2014 年，公司其他流动负债有所波动，年均增长率为 1.11%。截至 2014 年底，公司其他流动负债 134,135.48 万元，为公司发行的短期融资券、非公开定向债务融资工具和中期票据。

2012-2014 年，公司非流动负债大幅增加，年均增长率为 8.58%。截至 2014 年底，公司非流动负债 224,474.43 万元，较年初增长 60.45%，由长期借款和长期应付款构成，占比分别为 71.85% 和 28.15%。

2012-2014 年，公司长期借款大幅增加，年均增长率为 34.15%。截至 2014 年底，公司长期借款 161,284.26 万元，较年初增长 46.75%，主要系保证借款增加所致。2014 年底长期应付款为 63,190.17 万元，较年初增长 110.63%，主要系公司 2014 年新增光大银行租赁股份有限公司融资租赁所致。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.64%、57.53% 和 30.21%，公司整体债务负担较重。公司目前资产负债率高企主要是房地产业务所致，未来随着公司逐步收缩房地产业务，公司的资产负债率有望下降。

总体看，公司负债水平较高，债务负担较重，债务结构以流动负债为主。2014 年上半年由于公司成功非公开发行业股票募集资金，公司的债务负担有所缓解。

所有者权益

2012-2014 年公司所有者权益变化较大，年均增长 31.78%，主要系公司 2014 年非公开发行股票所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 518,530.74 万元，其中归属于母公司所有者权益 507,924.62 万元。公司 2014 年末的所有者权益中，股本占 11.00%，资本公积占 53.97%，盈余公积占 6.06%，未分配利润占 26.92%。

总体看，受 2014 年上半年公司非公开发行股票影响，公司所有者权益增大，资本实力增强，有利于提高公司的长期偿债能力。

4. 盈利能力

随着经营规模的扩大，2012-2014年，公司营业收入稳定增长，年均增长6.61%，同期营业成本复合增长1.49%，低于收入增长速度。2014年，公司实现营业收入948,066.41万元，同比增长4.50%。公司营业收入的主要来源仍然是白酒制造业务和肉类加工业务。同期，公司营业成本为628,807.78万元，同比增长0.75%，增速低于营业收入增速。2012-2014年，公司营业利润率分别为20.29%、21.74%和22.94%，逐年增长。

2012-2014年，随着公司有息债务的增加、新购置土地使用权和白酒业务的推广，公司期间费用持续增长，年均增长率4.76%。从费用构成来看，2014年公司期间费用163,373.82万元，其中销售费用91,162.01万元，管理费用55,890.70万元，财务费用16,321.10万元。2012-2014年，公司期间费用占营业收入的比重分别为17.85%、18.42%和17.23%，基本稳定，公司费用控制能力尚可。

2012-2014年，公司净利润分别为13,060.10万元、20,469.24万元和36,475.26万元。公司2014年净利润同比增长78.20%，主要是公司毛利率较高的白酒业务及房地产业务收入大幅增加所致。

2012-2014年，公司净资产收益率分别为4.37%、6.64%和8.72%，逐年上升，表明公司具备较好的盈利能力。

总体看，公司营业收入稳定增长，营业利润率基本保持稳定，整体盈利能力较强。

5. 现金流

公司经营活动现金流入主要来源于销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工的现金及支付各项税费等。2012-2014年，公司经营活动现金流入金额分别为957,822.98万元、1,173,593.67万元和1,113,851.52万元。经营活动方面，2012-2014年，公司经营活动现金流量净额分别为-28,250.50万元、74,416.38万元和29,390.97万元。2014年公司经营活动现金流量净额减少的原因主要系2013年公司预收账款大幅增加，2014年预收账款转入营业收入，导致2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金减少。从收入实现质量来看，2012-2014年公司的现金收入比分别为114.32%、128.95%和116.99%，收入实现质量处于良好水平。

投资活动方面，2012-2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-59,008.36万元、-65,646.12万元和-43,732.03万元，主要系牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流等在建项目的投资所致。

筹资活动方面，2012-2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为161,577.10万元、-53,867.67万元和89,376.33万元。公司2014年筹资活动产生的现金流量净额较2013年大幅增加，主要系公司非公开发行股票的募集资金到账所致。

总体看，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流量净额波动增加，公司资本开支较多，存在一定融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012-2014年，公司的流动比率和速动比率整体呈波动上升趋势。2014年末，公司流动比率和速动比率分别为1.32倍和0.41倍，较2013年底的1.02和0.28均有所上升。2014年底流动比率和速动比率上升的原因主要是公司非公开发行股票导致货币资金增加所致。2014年，公司现金短期债务比为0.43倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力较强。整体看，公司短期偿债能力较强

从长期偿债能力看，2014年公司EBITDA为93,452.45万元，同比增长47.81%；由于2014年公司净利润大幅增加，EBITDA利息倍数从2013年的3.87倍升至5.13倍，EBITDA全部债务

比为 0.11，较 2013 年的 0.07 有所提高，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力尚可。

截至 2014 年底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2014 年底，公司获得的银行授信总额为 1,596,100.00 万元，其中已使用授信额度为 639,171.26 万元，未使用的授信额度为 956,928.74 万元。

整体来看，由于非公开发行股票募集资金到位和长期借款增加，公司流动比率和速动比率均有所上升，显示公司短期偿债能力增强，但公司的流动资产中，存货占比较大，而存货主要由房地产开发成本和工程施工组成，变现能力存在一定的不确定性；公司白酒业务发展较好，毛利率处于较高水平，盈利能力较强，加上非公开发行股票进一步增强了公司的资本实力，使得 2014 年公司资产负债率相比较上年下降明显，显示出公司的长期偿债能力有所改善，考虑到公司已着手逐步收缩房地产业务，公司的财务杠杆将大幅下降，长期偿债能力将进一步提高。

四、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司全部债务为 836,496.91 万元，本次拟发行公司债额度为 200,000 万元，总发债额度相对于公司全部债务规模而言不大。

以 2014 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 45.01%、66.65%和 70.44%，公司的负债水平有所上升，债务负担将进一步加重。考虑到公司已决定收缩房地产业务，如果这一决定能够得到切实执行，公司的资产负债率将大大下降，有利于减轻公司的长期债务负担。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次 20 亿元公司债的保护倍数分别为 0.47 倍、5.57 倍和 0.15 倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度较高。

本次非公开发行股票募集资金到位后，公司的资本实力明显增强，资产负债率进一步下降，公司的流动性、抗风险能力得到明显改善。此外，募投项目逐步建成达产后，公司产品结构有望更加合理，随着产能的进一步扩大和产品附加值的不断提高，公司盈利能力将得到有效增强，公司偿债能力也会进一步增强。

公司主营业务多元化且盈利能力较好，一方面公司白酒的销量良好且毛利率较高，另一方面公司拥有完整的生猪养殖、屠宰和加工的产业链，生猪屠宰量和猪肉在北京地区的市场占有率超过 40%。总的来看，本次公司债券到期无法还本付息的风险很小。

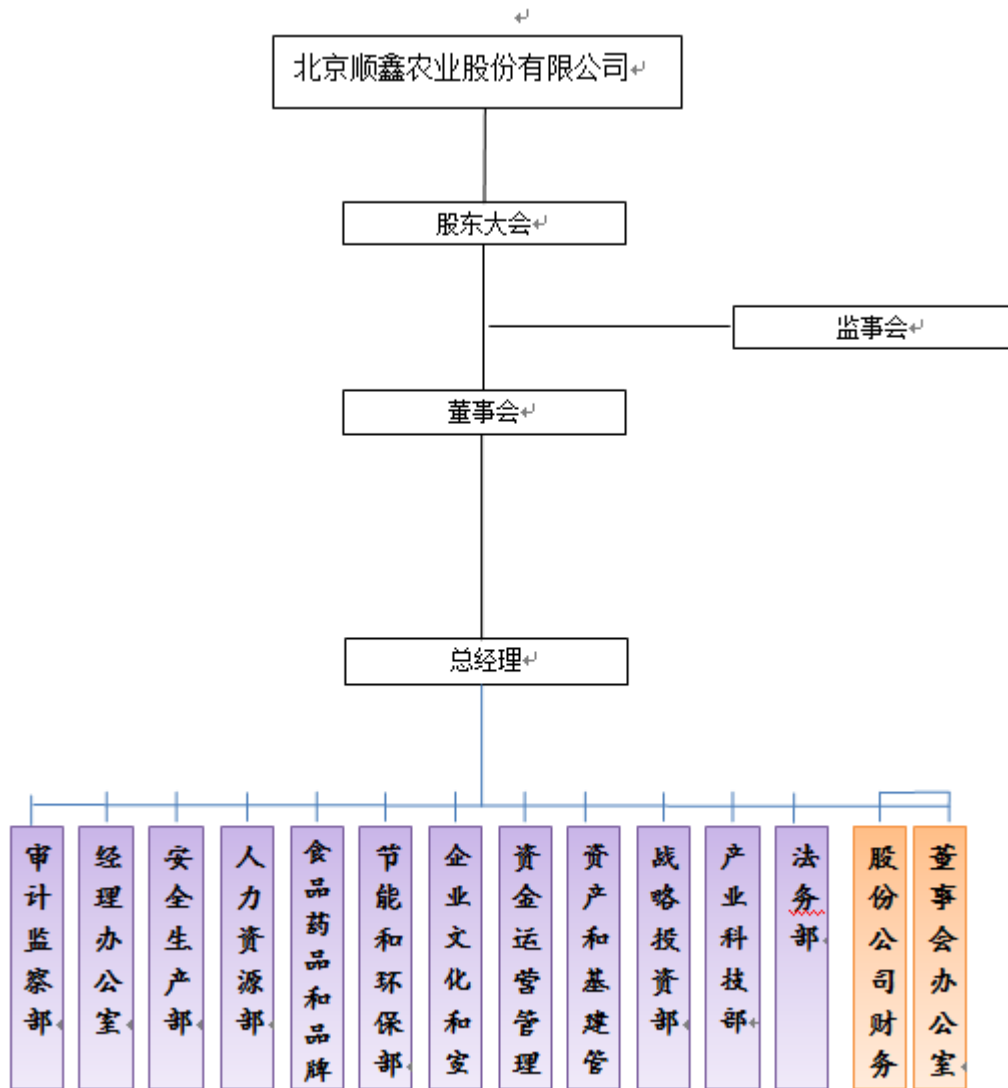
五、综合评价

北京顺鑫农业股份有限公司作为国家农业产业化重点龙头企业，在外部发展环境、品牌影响力、产业链布局、多元化经营以及区域市场竞争等方面具备显著的竞争优势。公司于 2014 年 5 月非公开发行股票净募集资金 17.02 亿元投资新建项目，预计募投项目建成投产后，公司的行业竞争优势、盈利的稳定性和可持续性会进一步增强。但同时联合评级也关注到猪肉价格低迷、房地产市场不景气和白酒行业产能过剩等因素可能对公司经营与发展带来的负面影响。

未来公司在白酒和肉食品加工领域的竞争优势仍将得以保持；白酒业务有望在产品结构调整和外埠市场拓展方面取得进步；房地产业务总体风险可控且公司正打算收缩房地产业务；联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，顺鑫农业本次拟发行的不超过20亿元公司债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 截至 2014 年底公司组织结构图



附件 2-1 北京顺鑫农业股份有限公司
2012 年~2014 年公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率
流动资产：				
货币资金	230,700.22	185,602.81	260,638.07	6.29%
交易性金融资产			0.00	
应收票据	3,939.79	6,025.60	50.00	-88.73%
应收账款	16,241.14	11,333.92	10,166.28	-20.88%
预付款项	61,570.49	46,769.16	54,469.34	-5.94%
应收利息			0.00	
应收股利			0.00	
其他应收款	3,876.89	4,122.10	4,830.70	11.63%
存货	540,487.41	683,761.86	738,351.77	16.88%
一年内到期的非流动资产			0.00	
其他流动资产			0.00	
流动资产合计	856,815.93	937,615.44	1,068,506.16	11.67%
非流动资产：				
可供出售金融资产			5,169.17	
持有至到期投资	60.00		0.00	-100.00%
长期应收款			3,000.00	
长期股权投资	5,499.17	5,499.17	0.00	-100.00%
投资性房地产	20,314.14	21,336.88	23,752.17	8.13%
固定资产	241,693.85	244,601.86	260,405.57	3.80%
生产性生物资产	5,662.62	4,858.80	3,733.24	-18.80%
油气资产			0.00	
在建工程	29,437.27	65,877.21	77,778.76	62.55%
工程物资			0.00	
固定资产清理				
无形资产	81,646.20	86,598.51	84,577.42	1.78%
开发支出			0.00	
商誉	2,340.63	2,804.35	2,804.35	9.46%
长期待摊费用	783.60	3,012.62	13,842.13	320.29%
递延所得税资产	3,706.34	6,742.88	4,547.98	10.77%
其他非流动资产			6,192.71	
非流动资产合计	391,143.82	441,332.27	485,803.50	11.45%
资产总计	1,247,959.75	1,378,947.71	1,554,309.66	11.60%

附件 3-2 北京顺鑫农业股份有限公司
2012 年~2014 年公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率
流动负债：				
短期借款	527,956.00	609,400.00	470,887.00	-5.56%
交易性金融负债			0.00	
应付票据			0.00	
应付账款	37,058.79	37,384.75	32,336.45	-6.59%
预收款项	60,474.32	169,080.17	167,851.70	66.60%
应付职工薪酬	2,728.88	2,642.85	2,659.93	-1.27%
应交税费	-16,573.96	-11,203.94	-12,392.69	-13.53%
应付利息		207.42	0.00	
应付股利	6,652.42	6,141.16	1,598.74	-50.98%
其他应付款	9,486.43	7,004.23	7,227.88	-12.71%
一年内到期的非流动负债			7,000.00	
其他流动负债	131,200.70	100,744.33	134,135.48	1.11%
流动负债合计	758,983.58	921,400.96	811,304.48	3.39%
非流动负债：			0.00	
长期借款	89,625.94	109,905.10	161,284.26	34.15%
应付债券			0.00	
长期应付款		30,000.00	63,190.17	
专项应付款			0.00	
预计负债			0.00	
递延所得税负债			0.00	
其他非流动负债	100,761.92		0.00	-100.00%
非流动负债合计	190,387.86	139,905.10	224,474.43	8.58%
负债合计	949,371.44	1,061,306.06	1,035,778.91	4.45%
所有者权益：			0.00	
股本	43,854.00	43,854.00	57,059.00	14.07%
资本公积	123,914.55	122,830.68	279,849.67	50.28%
减：库存股			0.00	
专项储备				
盈余公积	25,379.90	28,489.01	31,444.63	11.31%
未分配利润	95,408.96	110,968.94	139,571.32	20.95%
外币报表折算差额			0.00	
归属于母公司所有者权益合计	288,557.42	306,142.63	507,924.62	32.67%
少数股东权益	10,030.89	11,499.02	10,606.12	2.83%
所有者权益合计	298,588.31	317,641.65	518,530.74	31.78%
负债和所有者权益总计	1,247,959.75	1,378,947.71	1,554,309.66	11.60%

附件 4 北京顺鑫农业股份有限公司
2012 年~2014 年公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	834,195.47	907,235.54	948,066.41	6.61%
减: 营业成本	610,425.58	624,154.58	628,807.78	1.49%
营业税金及附加	54,488.98	85,819.42	101,812.65	36.69%
销售费用	75,306.17	95,988.39	91,162.01	10.03%
管理费用	51,548.97	55,903.66	55,890.70	4.13%
财务费用	22,012.31	15,243.73	16,321.10	-13.89%
资产减值损失	414.94	458.08	554.30	15.58%
加: 公允价值变动收益			0.00	
投资收益	501.65	655.20	288.19	-24.21%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			0.00	
汇兑收益			0.00	
二、营业利润	20,500.17	30,322.87	53,806.04	62.01%
加: 营业外收入	120.99	75.98	21.17	-58.17%
减: 营业外支出	114.98	395.01	305.10	62.90%
其中: 非流动资产处置损失			177.27	
三、利润总额	20,506.18	30,003.83	53,522.12	61.56%
减: 所得税费用	7,446.08	9,534.59	17,046.86	51.31%
四、净利润	13,060.10	20,469.24	36,475.26	67.12%
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,582.13	19,765.43	35,943.40	69.02%
少数股东损益	477.98	703.81	531.86	5.49%

附件 5 北京顺鑫农业股份有限公司
2012 年-2014 年公司合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	953,615.52	1,169,901.87	1,109,118.43	7.85%
收到的税费返还	47.56	0.85	20.08	-35.02%
收到其他与经营活动有关的现金	4,159.89	3,690.94	4,713.01	6.44%
经营活动现金流入小计	957,822.98	1,173,593.67	1,113,851.52	7.84%
购买商品、接受劳务支付的现金	802,037.73	867,079.49	802,772.44	0.05%
支付给职工以及为职工支付的现金	42,260.97	46,772.86	48,445.96	7.07%
支付的各项税费	92,646.45	122,683.71	159,658.69	31.27%
支付其他与经营活动有关的现金	49,128.33	62,641.24	73,583.46	22.38%
经营活动现金流出小计	986,073.48	1,099,177.29	1,084,460.55	4.87%
经营活动产生的现金流量净额	-28,250.50	74,416.38	29,390.97	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	27,000.00	44,060.00	783.80	-82.96%
取得投资收益收到的现金	501.65	655.20	29.88	-75.59%
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的	201.34	68.00	48.59	-50.88%
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			514.14	
收到其他与投资活动有关的现金			0.00	
投资活动现金流入小计	27,702.98	44,783.20	1,376.40	-77.71%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的	54,621.62	65,655.87	45,108.44	-9.12%
投资支付的现金	30,860.00	44,773.45	0.00	-100.00%
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	1,229.73		0.00	-100.00%
投资活动现金流出小计	86,711.35	110,429.32	45,108.44	-27.87%
投资活动产生的现金流量净额	-59,008.36	-65,646.12	-43,732.03	-13.91%
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金			170,891.87	
发行债券所收到的现金			0.00	
取得借款收到的现金	447,334.00	367,300.00	577,887.00	13.66%
收到其他与筹资活动有关的现金			0.00	
筹资活动现金流入小计	447,334.00	367,300.00	748,778.87	29.38%
偿还债务支付的现金	228,305.14	365,576.84	598,020.84	61.85%
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	56,541.87	53,008.51	59,157.22	2.29%
支付其他与筹资活动有关的现金	909.89	2,582.31	2,224.48	56.36%
筹资活动现金流出小计	285,756.90	421,167.67	659,402.54	51.91%
筹资活动产生的现金流量净额	161,577.10	-53,867.67	89,376.33	-25.63%
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	74,318.24	-45,097.41	75,035.27	0.48%
加: 期初现金及现金等价物余额	156,381.98	230,700.22	185,602.81	8.94%
六、期末现金及现金等价物余额	230,700.22	185,602.81	260,638.07	6.29%

附件 6 北京顺鑫农业股份有限公司
2012 年~2014 年公司现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	13,060.10	20,469.24	36,475.26	67.12%
加: 资产减值准备	414.94	458.08	554.30	15.58%
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,555.66	14,498.74	16,424.45	14.37%
无形资产摊销	1,855.25	2,112.18	2,034.59	4.72%
长期待摊费用摊销	30.07	282.31	3,254.62	940.31%
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	43.09	138.00	-1.78	
固定资产报废损失			177.27	
公允价值变动损失			0.00	
财务费用	23,078.49	16,328.60	18,216.68	-11.16%
投资损失	-501.65	-655.20	-288.19	-24.21%
递延所得税资产减少	-2,219.79	-3,036.54	2,194.90	
递延所得税负债增加			0.00	
存货的减少	-114,712.97	-143,274.45	-55,078.89	-30.71%
经营性应收项目的减少	31,265.16	55,361.82	5,187.03	-59.27%
经营性应付项目的增加	6,881.13	111,733.60	240.73	-81.30%
其他			0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-28,250.50	74,416.38	29,390.97	

附件 7 北京顺鑫农业股份有限公司
主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	52.92	59.34	76.14
存货周转次数 (次)	1.26	1.02	0.88
总资产周转次数 (次)	0.73	0.69	0.65
现金收入比率 (%)	114.32	128.95	116.99
盈利能力			
总资本收益率 (%)	3.63	3.32	4.34
总资产报酬率 (%)	3.82	3.53	4.89
净资产收益率 (%)	4.37	6.64	8.72
主营业务毛利率 (%)	26.74	31.16	33.65
营业利润率	20.29	21.74	22.94
费用收入比 (%)	17.85	18.42	17.23
财务构成			
资产负债率 (%)	76.07	76.96	66.64
全部债务资本化比率 (%)	71.49	72.80	61.73
长期债务资本化比率 (%)	23.09	30.58	30.21
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.51	3.87	5.13
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.07	0.11
经营现金债务保护倍数 (倍)	-0.04	0.09	0.04
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.12	0.01	-0.02
流动比率 (倍)	1.13	1.02	1.32
速动比率 (倍)	0.42	0.28	0.41
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.27	0.43
经营现金流动负债比率 (%)	-3.72	8.08	3.62
经营现金利息偿还能力 (倍)	-1.22	4.56	1.61
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-3.78	0.54	-0.79
本次公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数	0.29	0.32	0.47

附件 8 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款(融资租赁)+其他非流动负债(中期票据)

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债(短期融资券)

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京顺鑫农业股份有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年北京顺鑫农业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京顺鑫农业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京顺鑫农业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京顺鑫农业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京顺鑫农业股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京顺鑫农业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京顺鑫农业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级公司网站（www.unitedratings.com.cn）公告并报送北京顺鑫农业股份有限公司和监管部门。

联合信用评级有限公司

二零一五年五月十一日

